

BİR SERMAYE PİYASASI ARACI OLARAK GAYRİMENKUL SERTİFİKASI: PARK MAVERA III PROJESİ ÜZERİNE BİR İNCELEME

Mehmet ERSOY

*Doç. Dr., Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, Sermaye Piyasası Bölümü,
mersoy@marmara.edu.tr*

Zehra Zeynep GÜMRÜKÇÜOĞLU

*Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı,
Yüksek Lisans Öğrencisi, zgumrukcuoglu@gmail.com*

ÖZ

Önemli ve etkin bir yatırım aracı olarak gayrimenkul, son yıllarda büyük bir gelişim kaydetmiştir. Gayrimenkul sektörü, yeni faktörler ve ürünler ile birlikte büyümüştür. Özellikle yükselen küresel risklerle birlikte yurtiçi değişkenlere göreceli olarak daha bağlı hareket ettiği düşünülen gayrimenkul, bireysel yatırımcılar için önemini korumaya devam etmiştir. Gayrimenkul sektörünün büyümesiyle ve sektöre duyulan ilginin artmasıyla birlikte gayrimenkulün ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarının türevlerinin ortaya çıktığı ve bu türev ürünlerin hukuksal zemininin de zaman içerisinde oluşturularak sermaye piyasalarında uygulamasına başlanıldığı görülmüştür. Gayrimenkul sertifikaları da bu araçlardan biri olarak öne çıkmıştır. Bu çalışmada, çok yakın bir tarihte uygulamasına tekrar başlanan gayrimenkul sertifikalarının oluşumu ve mevzuatımızda yeri açıklanmış, sertifikaların sağladığı faydalar ve sahip olduğu riskler özetlenmiş ve şu an Borsa İstanbul'da (BİST) işlem görmekte olan Park Maveria III projesine dayalı olarak çıkartılan gayrimenkul sertifikası örneği baz alınarak sermaye piyasasına bir anlamda yeni sunulan bu aracın sistemi ve işleyişi ifade edilmiştir. Sonuç olarak, gayrimenkul sertifikalarının ülkemiz gayrimenkul sektörüne canlılık kazandıracığı, kentsel dönüşüme ayrı bir kaynak yaratacağı ve sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunacağına ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Gayrimenkul Sertifikası, Sermaye Piyasası Aracı, Gayrimenkul Sektörü, Park Maveria III.

REAL ESTATE CERTIFICATES AS A CAPITAL MARKET INSTRUMENT: A STUDY ON PARK MAVERA III PROJECT

ABSTRACT

As an important and effective investment tool, real estate recorded a great development in the last years. It has grown with new factors and new products. Real estate, which is thought to be more dependent on domestic variables, especially with rising global risks, continued to preserve its importance for investors. With the growth of the sector and the increasing interest to the sector, it was seen that derivatives of the sector and instruments based on real estate emerged and legal basis of these derivatives created over time and started to be applied in the capital markets. Real estate certificates stand out as one of these vehicles. In this study, formation of the certificates which has been resumed recently and its place in legislation was explained, the benefits and risks of the certificates were summarized, system of certificates which can be accepted as a newly introduced vehicle to the capital markets was expressed on the basis of the certificate issued on Park Maveria III project, which is currently being traded on Istanbul Stock Exchange (BIST). Consequently, it has been reached that, certificates will bring vitality to the sector, create resource for urban transformation and contribute to the development of capital markets.

Keywords: Real Estate Certificate, Capital Markets Vehicle, Real Estate Sector, Park Maveria III.

GİRİŞ

Dünya refahının artmasıyla birlikte tasarruf sahipleri sürekli olarak yatırımlarını yönlendirebilecekleri bir kanal arayışına girmişlerdir. Zaman içerisinde var olan yatırım araçları yatırımcıların beklentilerini karşılayamamış ve tasarruf sahipleri risklerini de dağıtabilmek amacıyla alternatif yatırım araçlarına yönelmeye başlamışlardır. Bu durum geçen süre zarfında sermaye piyasası araçlarının çeşitlenmesine ve gelişimine sebep olmuştur. Gayrimenkul sektörü de bu değişimden ve gelişimden etkilenmiş ve gayrimenkule dayalı yeni sermaye piyasası araçlarının türemesine olanak verecek seviyeye ulaşmıştır.

Özellikle dünya genelinde artan nüfus artışıyla ve gayrimenkulün gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde bir çipa görevi üstlendiği anlayışının hakim olmasıyla birlikte sektörler arasında gayrimenkulün öne çıktığı gözlemlenmektedir. Ayrıca gayrimenkul sektörünün en büyük payını oluşturan konut piyasası gerek barınma işlevi gerek devletlerin sosyal amacına hizmet etme bakımından, tasarruf sahipleri ve idari yönetimler tarafından da yüksek ilgi görmektedir.

Hem satın alması hem de satışı zor bir yatırım aracı olarak görülmekle birlikte gayrimenkul edinimi konusunda geçmişe nazaran daha büyük kolaylıklar söz konusudur. Kredi alımı ve konut projelerinde ortaya çıkan yeni akımlar, yatırımcılar açısından gayrimenkul satın alma işlerini kolaylaştırmaktadır. Böylelikle de dünya genelinde, özellikle gayrimenkul ürünlerinin çeşitlerine olan ilgi son derece hızlı bir şekilde artmıştır. Sektörün geçmişe nazaran daha hızlı bir şekilde büyümesi ve buna istinaden de sektörün içerisinde rekabetin artmasıyla birlikte gayrimenkul etkin bir yatırım aracı haline gelmiştir.

Zaman içerisinde dünya ülkelerinde ve Türkiye’de konut sektörünün yalnızca lokal firmaların hakim olduğu bir yatırım alanı olmaktan çıktığı, ülkemizde de görüldüğü üzere yatırım fonlarının ve körfez sermayesinin de ilgi gösterdiği çok aktörlü ve daha rekabetçi bir ekonomik faaliyete dönüştüğü bir gerçektir (Ertem ve Yılmaz, 2014).

Türkiye’de kentleşme oranlarında yaşanan gelişmeler dikkate alındığında, TÜİK’in 2016 yılı sonu itibari ile açıkladığı istatistiklere göre; il ve ilçe merkezlerinde ikamet edenlerin oranı 2015 yılında %92,1 iken, bu oran 2016 yılında %92,3’e yükselmiş ve belde ve köylerde yaşayanların oranı ise %7,7 seviyesinde bulunmaktadır. Yine 2016 yıl sonu değerlerine göre Türkiye nüfusunun %18,5’inin İstanbul’da ikamet ettiği ve İstanbul’un 14 milyon 804 bin 116 kişi ile en çok nüfusa sahip olan il olduğu, İstanbul’u sırasıyla 5 milyon 346 bin 518 kişi ile Ankara, 4 milyon 223 bin 545 kişi ile İzmir, 2 milyon 901 bin 396 kişi ile Bursa’nın izlemekte olduğu görülmektedir (Türkiye İstatistik Kurumu [TÜİK], 2017). Yukarıda bulunan istatistiklere dayanarak Türkiye’de büyük şehirlerin, özellikle İstanbul’un sürekli göç alması konut talebinin de sürekli devam edeceği yönünde yorumlanabilir.

GYODER tarafından 2013 yılında yayınlanan “Türkiye Gayrimenkul Sektörü Temel Göstergeleri” raporuna istinaden Türkiye’de 2013 yılı kentleşme oranının %78 civarında olduğu ve o dönemki nüfusun ise 60 milyon olduğu ifade edilmektedir. 2023 yılına kadar olan süreç içerisinde kırsal kesimlerden kente göçün artarak devam edeceği ve 2023 yılında bu oranın %84’lerin üzerine çıkması beklenmektedir (Gayrimenkul ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği, [GYODER], 2013).

Diğer taraftan 2016 yılsonu itibari ile Türkiye nüfusun yoğunluğunun 30-40 yaş aralığında olduğu görülmektedir. Bu husus tüketim, yatırım ve üretim alanlarında ülke dinamikleri için itici bir güç oluşturmaktadır.

Bununla birlikte günümüzde gayrimenkul projelerinin oluşturulmasında en büyük sorun teşkil eden durum büyük bütçe gerektiren projelerde yeterli finansman kaynağına ulaşamamasıdır. Bu sorunun çözümü kapsamında süreç içerisinde dünyada ve ülkemizde konut finansmanı için yeni sermaye piyasası araçları ve yeni kurumlar ortaya çıkmıştır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ve gayrimenkul sertifikalarının bu arayışla birlikte ortaya çıkan yeni oluşumlardan olduğu görülmektedir.

Özellikle inşaat ve gayrimenkul sektörünün “menkul kıymetler” yoluyla küçük yatırımcıya ulaşmasının sağlanması ve bu bağlamda sermayenin tabana yayılması ve bununla birlikte finansman kaynağı çeken konut sektörü üreticilerine de yeni bir kaynak oluşturma çabası içerisinde olduğu fark

edilmektedir. Diğer taraftan hiç kuşkusuz bu hamlelerle birlikte sermaye piyasası araçları çeşitlenmekte, piyasalarda alternatif yatırım aracı aramakta olan tasarruf sahiplerine yeni olanaklar yaratılmakta ve sermaye piyasalarının derinleşmesi de beraberinde gelmektedir.

Bu oluşumlardan biri olan gayrimenkul sertifikası; ihraççıların inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden nominal değeri eşit sermaye piyasası aracını ifade etmektedir (T.C. Resmi Gazete, 2013). Bu tanımdan gayrimenkul sertifikalarının ortaya çıkmasının temel amacının yüksek bütçeli gayrimenkul projelerinin finanse etme olduğu anlaşılmaktadır. Borsada işlem gören bu varlıklar istenildiği zaman alınıp satılıp likite çevrilebilmektedirler.

Gayrimenkul sertifikalarının destek sağlayacağı diğer alan da ülkemizde son dönemlerde gündemde olan ve gerçekleştirilmesi zorunlu görülebilecek kentsel dönüşüm uygulamalarıdır. Çevre ve Şehircilik Bakanlığı (ÇŞB, 2017) istatistiklerine göre Türkiye’de yaklaşık 7,5 milyon yapı stokunun kentsel dönüşüme tabi olduğu düşünüldüğünde, gayrimenkul sertifikalarının ihracının da bu alanda büyük kaynak yaratma kapasitesi olduğu ifade edilebilir.

Konut sektörünün gelişmesi amacı ile Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenen gayrimenkul sertifikaları bugüne kadar fazla uygulama alanı bulamamıştır. Buna rağmen hem sektöre olan talebin ileriki dönemlerde canlılığını koruması hem de sektörün ihtiyaç duyduğu fonu uygun maliyetlerle karşılaması amacıyla bu finansal enstrümanın geliştirilmesi ve desteklenmesi gerektiği açıktır.

5/7/2013 tarihinde yeniden düzenlenerek Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren “Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği” ile mevzuatta yerini alan gayrimenkul sertifikaları bu düzenlemeden sonra geçen süre zarfında uygulama alanı bulamamıştır. Bunu takiben geçtiğimiz günlerde Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından gayrimenkul sertifikalarının ihracı için gereken altyapının güçlendirildiği ve 2017 yılında yayınlanan VIII-128.2b Nolu Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği’nde (VII-128.2) Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ ile bugünkü son halini aldığı görülmektedir. Gerekli altyapının hazırlanması için bir müddet geçiş süresini takiben 2017 yılında ilk uygulaması ile birlikte Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamıştır.

Bu çalışmada; gayrimenkul sertifikasının Türkiye’de geçirmiş olduğu süreç, gayrimenkul sertifikalarının en son düzenlemelerle oluşan mevzuat çerçevesiyle birlikte 2017 yılında BİST’te ilk defa uygulaması başlamış gayrimenkul sertifikasının modeli ve gayrimenkul sertifikasının sahip olduğu riskler ve avantajlar, gayrimenkul sertifikasının uygulamaya konulduğu ilk proje olan Park Mavera III projesi kapsamında incelenmiştir.

2. Gayrimenkul Sertifikası Ve Bugünkü Durumu

Çalışmanın bu kısmında gayrimenkul sertifikalarının bir sermaye piyasası aracı olarak ifade ettiği anlam ve Türkiye’de gayrimenkul sertifikası uygulamaları özetlenecektir. Bununla birlikte gayrimenkul sertifikası ihracı için yeniden düzenlenen ve mevzuatımızda 2016 ve 2017 yılında yapılan düzenlemeyle mevcut halini alan tebliğ hükümleri ele alınacaktır.

2.1. Gayrimenkul Sertifikası Kapsamı ve Uygulamaları

Ülkemizde gündemde olan piyasa mekanizmasına dayalı başlıca konut finansmanı araçları/kurumları; konut sertifikası, arsa sertifikası, gayrimenkul sertifikası, konut bonusu, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım fonları ve ipotège dayalı menkul kıymetler olarak belirlenebilir. Genel bir belirlemede bulunmak gerekirse söz konusu araçların; ülkemizdeki konut finansman sistemine kayda değer bir katkıda bulunamadığı görülmektedir. Bu kapsamda gayrimenkul yatırım fonu ve konut bonusu araçlarının etkin biçimde uygulanamadığını da belirtmek gereklidir (Coşkun ve Yalçınar, 2011).

Gayrimenkullere yatırım yapan kişilerin beklentisi basitçe ya kendi ihtiyaçlarını karşılamak ya da kira geliri veya alım-satımlarından kâr elde etmektir. Ancak günümüzde gayrimenkuller de

menkulleştirilerek, diğer ürünler gibi sermaye piyasalarında işlem gören birer enstrüman halini almıştır (Çikot, 2011, s.23).

Bu enstrümanlardan biri olan gayrimenkul sertifikaları; konut veya işyeri projelerinin, bir yatırımcı tarafından, proje bedelinin finansmanını sağlamak amacıyla kullanılır. Amaç, sertifika sahipleri, sertifikada belirtilen tarihlerde almak istedikleri bağımsız bölümlerin (konut, ofis, işyeri vb. gibi) gerektirdiği sayıya ulaştığı zaman, sertifikayı piyasaya sunan yatırımcı, belirlenen süre içinde proje bitirmek ve bağımsız bölümleri teslim etmek durumundadır. Gayrimenkul sertifikaları yeni yerleşim projeleri ile kent merkezlerinde gerçekleştirilecek Kentsel Dönüşüm Projelerinin finansmanı için kullanılabilir (Uslu ve Uzun, 2014).

Gayrimenkul sertifikası esas anlamda bireylerin gayrimenkul edinmeden proje değerine ortak olma fikrine dayanmaktadır. Bununla birlikte konut almak isteyen tasarruf sahipleri sahip oldukları sertifikaları dayanak göstererek konuta sahip olabilmektedirler. Aynı zamanda borsada nakde çevirebildiği için de ayrıca bir seçenek sunmaktadır. İnşaat ilerlemesine istinaden de konutun yapım maliyeti artmakta ve böylece tasarruflar konut maliyetinde yaşanan artışla birlikte enflasyona karşı korunmaktadır (Aypek, 2012, s.5).

Türkiye’de gayrimenkul sertifikasının ortaya çıkış dayanağını 1989 yılında Başbakanlık Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi (TOKİ) tarafından çıkarılmış olan ve ilk uygulaması da “İstanbul Halkalı Toplu Konutları” için yapılan “Konut Sertifikaları” oluşturmaktadır. Sertifikalar 1 m² konut karşılığı olup bu konutların 250.000 m²’si için İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) kote edilmiştir (Dolun, 2007, 16-17).

“Gayrimenkul Sertifikaları” ile ilgili ilk düzenleme ise 1995 yılında SPK tarafından yapılmış ve 1996 yılında da İMKB’de Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı faaliyete geçmiştir (Vurgun, 2011 Akt. Ülev, Savaşan ve Selçuk, 2017). 382 konut için ihraç edilen beheri 10 TL (eski para ile 10.000.000 TL) nominal değerli 1.Tertip gayrimenkul sertifikaları halka arz edilmiş ve halka arz sonrası 03.06.1996 tarihinden itibaren İMKB Tahvil ve Bono Piyasası bünyesinde Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı’nda işlem görmeye başlamıştır. Toplam 2.268 kişiye 2.713.790 TL tutarında gayrimenkul sertifikası satılmıştır (Köroğlu, 2016, s.30).

Konut finansmanında kullanılan ve sadece birer kez uygulama olanağı bulan konut sertifikası ve gayrimenkul sertifikası 5 yıl vadeli olarak TOKİ ve Emlak Bankası tarafından ihraç edilmiştir. Bu ilk uygulamalarda, getiriler açısından bakıldığında, her iki menkul kıymetin de getirisi ihraç eden kurumlar tarafından dönemsel olarak belirlenmiştir. Konut sertifikasında, Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE) tarafından ilan edilen Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) dikkate alınarak sertifikanın fiyatının belirlenmesi söz konusu iken, gayrimenkul sertifikasının ihracını düzenleyen Tebliğ’de, konut sertifikasında olduğu gibi ihraç eden kurum tarafından dikkate alınacak bir indeks belirtilmemiş, sadece ihraççı tarafından belirlenir ibaresine yer verilmiştir. Her iki menkul kıymetin fiyatı, piyasa koşullarında oluşmamış, ihraç eden kurum tarafından aylık olarak belirlenmiştir (Akçay, 2016, s.41).

Dolayısıyla getiri, fiyat, vade ve şerefiye gibi unsurlardan kaynaklanan sebeplerle konut sertifikalarında olduğu gibi gayrimenkul sertifikaları da çok fazla rağbet görmemiş ve uygulamada süreklilik sağlanamamıştır (Dolun, 2007, 17). Ancak, aradan yaklaşık yirmi yıl geçtikten sonra gayrimenkul sertifikaları tekrar Türkiye’nin gündemine girmiş ve sermaye piyasası düzenlemelerinde yer almıştır.

Özetle, sermaye piyasalarının ve gayrimenkul piyasalarının yeterince derinliğe sahip olamaması, getirilerin enflasyon altında kalması, 5 yıldan önce konut sahibi olunamaması ve konut ediminde şerefiye istenmesi, gayrimenkul sertifika fiyatlarının yüksek olması sebepleriyle sistem yatırımcıların beklentilerini karşılayamamış ve tıkanmıştır. 1989 yılında “Konut Sertifikası” adı ile yapılan ihracı takiben 1996 yılında “Gayrimenkul Sertifikaları” adı ile ihraç edilen sertifikalar da sonuçların başarısız olması sebebiyle uzun bir süre zarfında tekrar gündeme gelmemiştir.

2.2. Son Düzenlemelerle Gayrimenkul Sertifikası Tebliği

Belirli bir süre zarfı içerisinde gayrimenkul sektöründe oldukça aktif bir pazar yapısına kavuşulması, gayrimenkul türlerinden biri olan konut yatırımlarının artması, kentsel dönüşüm projelerinde ihtiyaç duyulan finansman kaynağı arayışı ve finansal piyasalara ve finans kurumlarına duyulan güvenin artmasıyla birlikte 6362 sayılı yeni sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde ilk gayrimenkul sertifikası ihracı gerçekleştirilmiştir.

Yeni gayrimenkul sertifikası ihracının yasal dayanağı VII-128.2 sayılı Gayrimenkul Sertifikaları Tebliğidir ve bu tebliğ 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda bulunan 128. Maddenin birinci fıkrası e bendine ve 130. Maddenin üçüncü fıkrasına dayanılarak oluşturulmuştur (Mevzuatı Geliştirme ve Yayın Genel Müdürlüğü, 2012). 3 Ağustos 2016'da Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair VIII- 128.2a Tebliği ve 7 Mart 2017'de yayımlanan Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği'nde (VII-128.2.) Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2b) ile son halini almıştır.

Tebliğin son hali incelendiğinde tebliğin amaç, kapsam ve sertifika ihracına ilişkin esaslar ve kentsel dönüşüm amaçlı projeler kapsamında ihraç edilecek gayrimenkul sertifikaları ve çeşitli hükümler olmak üzere 4 ana bölümden oluştuğu görülmektedir.

Tebliğin temel özellikleri ve bir önceki tebliğden farklı olarak uygulamaya yeni konulmuş temel özellikler şu şekilde ifade edilebilir:

- Sertifika ihraçlarının yurtiçinde halka arz edilerek ya da arz edilmeksizin nitelikli yatırımcılara sunulması veya yurt dışında arz edilmesi mümkün olmaktadır. İki durumda da sertifikaların borsada işlem görmesi mecburidir.

- Tebliğde asli edim ve tali edim olmak üzere iki ayrı şekilde edinim yolu olduğu görülmektedir. Asli edim, piyasadan toplanan belirli sayıda sertifikaların ibraz edilmesiyle gayrimenkulün gerçek anlamda sahipliğini ifade etmektedir. Tali edim ise gayrimenkul projesinde oluşacak değer artışı ile birlikte sahip olunan sertifika oranında faydalanma, yani nakde dönüşümünü ifade etmektedir. Nakde dönüşümde (tali edimde) ilgili bağımsız bölümün açık arttırma ile satımı gerçekleştirilmekte ve satış sonucu oluşan değer yatırımcılara sertifikaları karşılığı oranında ödenmektedir. (Yatırım Yapıyorum, 2017).

- Gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini temsil eden ihraçlarda, her bir bağımsız bölüme karşılık gelen gayrimenkul sertifikası adedi ihraç öncesinde belirlenmek durumundadır. Projede belirli bölüme ilişkin belirli bir alanı temsilen gerçekleştirilen ihraçlarda ise asli edim durumunda aynı alan birimine sahip bağımsız bölümler arasında blok, kat, cephe ve kalite farklılıkları nedeniyle şerefiye talep edilebilmektedir. Yatırımcılardan talep edilecek şerefiye miktarının ihraç aşamasında belirlenme zorunluğu bulunmaktadır. Sertifikaya esas bağımsız bölümler üzerinde asli edimini engelleyecek aynı veya şahsi haklar, haciz kayıtları veya gayrimenkulün esaslarına yönelik herhangi bir ihtilaf bulunmamalıdır. İhraççı tarafından belirlenecek olan ihraç tutarları ise bağımsız bölümler için hazırlanmış olan değerlendirme raporlarında belirtilmiş satış değerlerinin %50'sini aşmamaktadır (T.C. Resmi Gazete, 2016).

- İhraççı tarafından bakıldığında ise bağımsız denetime tabi tutulmuş son yıllık finansal tablolarına göre öz kaynaklar toplamının ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinden yüksek olma ve derecelendirme notunun bulunması koşulu aranmıştır (T.C. Resmi Gazete, 2016).

- Gayrimenkul sertifikaları ihraççı tarafından asli veya tali edimin yerine getirilmesiyle itfa edilmektedir. Cezai şart bulunduğu durumlarda da cezai şartın da ödenmesiyle itfa edilir. Diğer taraftan tebliğde ihraççı tarafından öngörülmesi halinde, sertifikaların talep eden yatırımcılardan, proje bitiş tarihinden önce, ihraççının belirlediği tutar üzerinden veya borsada oluşan tutar üzerinden piyasada yeniden satılmamak şartıyla geri alma esnekliği sunulmuştur (T.C. Resmi Gazete, 2017). Özetle itfanın asli veya tali edimle yapılacağı bununla birlikte proje bitiminden önce ihraççı tarafından da satın alınarak itfa edilebileceği anlaşılmaktadır. Diğer taraftan asli edim için elinde yeterli sertifika bulunmayan yatırımcıya kredi kullanarak veya nakit ödeme ile gereken değeri karşılması koşuluyla gayrimenkulü edimine olanak sağlanmaktadır.

▪ Sertifikaların satışından elde edilen fonlar, bir banka hesabında toplanmakla birlikte, devlet tahvili, hazine bonusu, vadeli mevduat vb. hesaplarda SPK'nın da uygunluğunu kabul etmesi halinde değerlendirilmektedir. Bu fonlar öncelikli olarak projenin tamamlanmasında kullanılmaktadır veya bu proje dahilinde yapılmış dış borçlanmanın ödenmesinde kullanılmaktadır. Satıştan elde edilen miktarın ilk %10'luk kısmı inşaata başlanmadan ihraççıya aktarılmaktadır, kalan kısımlar ise inşaatta oluşan ilerleme seviyesine istinaden yine ihraççı hesaplarına aktarılmaktadır (T.C. Resmi Gazete, 2017).

▪ Dikkate değer bir husus da ihraççılara arsa sahibi olma şartı getirilmesidir. Ayrıca daha önceden düzenlenen mevzuata göre sertifikaların halka arzında asli ve tali edimlerin yerine getirilmesinde banka garantisi zorunluluğu bulunmaktaydı (Ünal, 2005, s.3.). Banka garantisi ile itfa bedelinin proje bitiş tarihinde ortalama birim satış fiyatı üzerinden yatırımcılara ödenmesi bir anlamda garanti edilmekteydi. (T.C. Resmi Gazete, 2013). Yeni mevzuatta ise ihraççılardan istenen banka garantisi zorunluluğu kaldırılarak bu garantinin SPK'nın talebi üzerine sağlanacağı hükmü getirilerek, ihraççılara daha esnek bir zemin oluşturulmuştur.

▪ Diğer taraftan arzdan elde edilecek olan fon, ihraççının yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi durumu oluşsa dahi amacı dışında kullanılamamaktadır. Hiçbir konu için teminat olarak gösterilemeyecek fon hakkında ihtiyati tedbir kararı verilememekte, kamu alacaklarının tahsiline konu olamamaktadır. (T.C. Resmi Gazete, 2017). Bu suretle, elde edilen fon ile inşaatın bitirilmesini güven altına almak amaçlanmıştır.

3. Gayrimenkul Sertifikası Faydaları

Gayrimenkul sertifikasının gerek yatırımcılar gerek ekonomi gerek inşaat sektörü açısından birçok faydası bulunmaktadır. Bütün bu faydaların yanında bireylerin konut edimine olanak sağlaması bakımından devletlerin sosyal amaçlarına hizmet etmesi anlamında diğer sermaye piyasası araçlarına göre farklılaşmaktadır. Bu kısımda gayrimenkul sertifikasının faydaları çeşitli açılardan ele alınarak özetlenmektedir.

3.1. Gayrimenkul Sertifikasının Yatırımcılar Açısından Faydaları

▪ Yüksek bütçesi olmayan yatırımcılara değerli gayrimenkul projelerine "topraktan girerek" ortak olma imkanı sunmaktadır. Böylelikle yeterli tasarrufa sahip olmayan küçük yatırımcılar sahip oldukları cüzi miktarda birikimle yatırım yapma olanağını elde etmiş olurlar (İstanbul Üniversitesi, 2017). Diğer taraftan, konutların inşaatı henüz tamamlanmadığından maliyeti henüz tam olarak oluşmamış ve henüz tam olarak primlenmemiş projelere topraktan girerek gelecekte oluşacak prim kazancına da sahip olabilmektedirler.

▪ Tasarruf sahipleri için alternatif bir yatırım aracı olma özelliği taşımaktadır. Küresel risklerin oldukça yüksek olduğu günümüzde gayrimenkul sertifikalarının emtia, döviz vb. yatırımlarına nispeten daha az risk taşıdığı ve ülke iç dinamiklerine bağlılığının daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Bu anlamda yurtiçi bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılar için alternatif bir araç olarak ortaya çıkmaktadır. Halihazırda çeşitli yatırımları olan bir yatırımcının da portföyünü çeşitlendirerek risklerini dağıtmasına olanak sağlamaktadır.

▪ Gayrimenkul sertifikaları organize bir piyasa olan borsada işlem görmektedir ve istenildiği takdirde herhangi bir kısıt olmadan alım-satımı mümkün olmaktadır. Gayrimenkul yatırıma göre gayrimenkul sertifikaları çok daha az formalite taşımakla birlikte işlem hızı açısından avantaj sağlamaktadır.

▪ İşlemler güvenilir, şeffaf ve serbest piyasa ortamında gerçekleştirilmektedir. Serbest piyasa ortamında alıcıların ve satıcıların kendi karar mekanizmalarına göre piyasaya giriş ve çıkışı serbest olmaktadır.

▪ Yüksek bütçeli gayrimenkul projelerine konut edinimi zorunluluğu olmadan metrekare bakımından katılım sağlamaktadır ve projedeki değere ortak olma imkanı sunmaktadır. Sertifikalarda getiri, sertifikaların üzerinden çıkarıldığı gayrimenkul projesine bağlı olmaktadır böylece zaman içinde ilerleme oranına göre ortak olunan proje değeri de artacaktır. Diğer bir taraftan sertifikalar, sertifikası alınan projede konut edinme yükümlülüğünü beraberinde getirmemekle birlikte yatırımcılar sertifikalarını istedikleri süre zarfında elden çıkarabilmektedirler.

▪ Faizsiz kazanç sağlayan bir sermaye piyasası aracıdır. Faizsiz kazanç arayışında olan yatırımcıların alternatif bir yatırım aracına ulaşmasına imkan sağlamaktadır.

3.2. Gayrimenkul Sertifikasının Ekonomi Açısından Faydaları

▪ Özellikle Türkiye’de artan nüfus ile birlikte ciddi boyutlara ulaşan konut sorunun çözümüne önemli bir kaynak sağlayarak proje geliştirilmesinde müteahhit firmaların finansal yüklerini azaltır.

▪ Deprem riski yüksek olan ve Türkiye’de gerçekleştirilmesi zaruriyet haline gelmiş olan kentsel dönüşüm projelerinin gerçekleştirilmesinde örnek bir model olarak uygulanabilir, böylelikle kentsel dönüşümün daha hızlı ve güvenli şekillerde finanse edilmesini sağlayacaktır.

▪ Tasarrufların farklı bir şekilde değerlendirilmesine imkan vermekle birlikte, birikimlerin cüzi miktarlarda olsa dahi ekonomiye girişine olanak verir.

▪ 250’den fazla alt sektörü etkileyen ve dünyanın birçok ülkesinde lokomotif sektör olarak kabul edilen gayrimenkul sektörünün gelişmesine ve canlanmasına sebep olmaktadır. Bu durum ülke ekonomisine de ciddi destek sağlamaktadır.

▪ Yabancı yatırımcıların ilgisini çekerek ülkeye döviz girişini sağlar.

3.3. Gayrimenkul Sertifikasının İnşaat Sektörü Açısından Faydaları

▪ Gayrimenkul satışlarında alternatif bir yol sunarak sistemin daha esnek ve daha kolay bir yapıya ulaşmasına olanak sağlar.

▪ İnşaat firmalarının satıştan önce bir ön finansman sağlamasıyla birlikte inşaat maliyeti yükünü hafifletmektedir. Bu sayede inşaat firmaları ayrıca bir maliyete daha katlanmazlar.

▪ İnşaat sektörünün kurumsallaşmasını ve güvenilir, sağlam yapıların üretilmesini sağlamakla birlikte, inşaat sektöründeki kayıt dışılığın önüne geçilmiş olur.

▪ İnşaat firmalarının gerek bireysel gerek kurumsal yatırımcılar tarafından tanınarak bir anlamda tanıtım ve prestij fırsatlarını elde ederek markalaşma yönünde kazanımlar elde etmelerine imkan vermektedir. İnşaat firmaları bu sayede geniş müşteri ağına sahip olabilmektedirler.

4. Gayrimenkul Sertifikası Riskleri

Gayrimenkul sertifikasının en büyük risklerinden biri, sertifikanın bağlı olduğu projenin yüklenicisi olan inşaat firmasının taşıdığı risklerdir. Gayrimenkul sertifikasının organize bir piyasada alınıp satılıyor olması yüklenicinin iş bitimine dair riskleri ortadan kaldırmamaktadır.

Gayrimenkul yatırımları diğer yatırım araçlarına göre likit olmayan bir yapıya sahip olmakla birlikte projelerin nakde dönmesi zaman ve maliyet unsurlarını bünyesinde taşımaktadır. Nakit ihtiyacı oluştuğunda, varlıkların likit bir yapıya sahip olmaması veya yüklenicinin devam etmekte olduğu diğer işlerinden kaynaklanan finansal yükümlülüklerinden dolayı, yüklenici zor durumda kalabilir ve bu durum proje kapsamındaki bağımsız bölümlere ilişkin fiyat ve satış baskısı oluşturacağından, yüklenicinin gayrimenkul sertifikasına konu olan projesini tam ve zamanında tamamlayamamasına sebep olabilir (Kamuyu Aydınlatma Platformu [KAP], 2017).

Daha önce sözü edildiği gibi sertifikalarda konut edimine imkan sağlama olanağı da bulunmaktadır. Bununla birlikte, konut ediminde başvuru önceliği bulunmaktadır. Bu nedenle, tercih edilen ve sertifikası biriktirilen konutun asli ediminin gerçekleşmeme riski de vardır.

Yüklenicinin taşıdığı tüm finansal risklerle birlikte gayrimenkul sektörünün taşıdığı tüm ekonomik riskler de sertifikalar için geçerli olabilir. Özellikle uzun vadeli borçlanmaların olduğu sektörde, faiz oranlarındaki değişim veya vadelerde yaşanan değişimlerin zaman içerisinde olumsuz bir görünüme sahip olması sektörün dinamiklerini derinden etkileyecektir.

Konut arz ve talebini etkilemekte olan birçok unsur bulunmaktadır. Talebin üzerinde etkisi olan hususlar, konutların lokasyonları, tasarımları ve ulaşım konusunda sağladığı avantajlardır. Arz açısından bakıldığında ise faktörler; satışlarda yeterli talep varlığı, projenin uygulanabileceği uygun arsa edinimi ve arsa maliyeti olarak sıralanabilir. Diğer taraftan gerek arz ve gerek talep üzerinde etkisi bulunan etken ise; uzun vadeli, düşük maliyetli finansman bulunabilmesidir. Sosyal anlamda bakıldığında bölgenin sahip

olduğu demografik değişkenlerle birlikte konut arz ve talebi pek çok dış etkene bağlı olarak şekillenmektedir.

Gayrimenkul sektörünün sahip olduğu risklerle beraber sertifika ihraççısının da iç siyasal konjonktürden ve jeopolitik gelişmelerden etkileneceği de bir gerçektir. Olumsuz siyasi koşulların getirebileceği kırılma noktalarıyla birlikte finansal piyasalarda da oynaklıklar yaşanabileceği ifade edilebilir.

Bütün bu etkenlerle birlikte tüketici güvenlerinde yaşanan azalma veya çeşitli sebeplerle inşaat sektörüne karşı yaşanabilecek muhtemel ilgi eksikliği de riskler olarak değerlendirilebilir. Özetlemek gerekirse, gayrimenkul sertifikasının en büyük risklerinin; ihraççının veya yüklenici firmanın taşımakta olduğu risklerle birlikte finansal piyasaların olumlu görünüm sergilememesi ve siyasi risklerin olduğu söylenilebilir.

5. İlk Gayrimenkul Sertifikası Ve İşleyişi

Yeni düzenlemeler çerçevesinde gerçekleşen ilk gayrimenkul sertifikasının ihracını TOKİ gerçekleştirmiştir. Halka arz edilecek olan toplam ihraç tutarı 239.238.705 TL değerindedir (KAP, 2017). İhraç edilen gayrimenkul sertifikalarında talep toplama tarihleri 29-30-31 Mart olarak belirlenmiş akabinde borsaya kote edilerek 7 Nisan 2017 tarihinde PMVR3G kodu ile işlem görmeye başlamıştır. Sertifikaların dayandığı proje ise TOKİ ve Makro İnşaat Ticaret A.Ş. gelir paylaşımı ortaklık modeli ile İstanbul Kayabaşı bölgesinde gerçekleştirilecek olan Park Maveria III projesidir.

Gayrimenkul sertifikasının ihraççısı olan Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, 2985 sayılı Toplu Konut Kanunu ile kurulmuş, kamu tüzel kişiliğini haiz ve Başbakanlığa bağlı bir kuruluştur. 2985 sayılı Toplu Konut Kanunu uyarınca TOKİ'nin gelir ve giderleri Sayıştay denetimine tabidir (Toplu Konut İdaresi Başkanlığı [TOKİ], 2017).

Yeni düzenlemelere göre ilk uygulamada ihraççının TOKİ olmasının sağladığı birtakım avantajların olduğu ifade edilebilir. Bu avantajları şu şekilde sıralamak mümkündür:

a) Sertifikaya esas projede sorumluluğunu yerine getiremeyen yüklenici veya yüklenicinin inşaatı tamamlayamaması durumunda TOKİ inşaatın tamamlanma riskini ortadan kaldırmaktadır, bu gibi durumlarda inşaatı tamamlama TOKİ garantörlüğünde olmaktadır.

b) TOKİ'nin konut sektöründe sahip olduğu tecrübe ve bilgi birikimi ile günümüze kadar birçok projeyi tamamladığı ve alıcılara teslim ettiği görülmektedir. Ayrıca mali kaynak üretebilme kabiliyeti ile bir kamu güvencesinin olması nedeniyle yatırımcılar için güven unsuru teşkil etmektedir.

c) Mevzuat açısından TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi, bağlı ortaklıkları ve iştirakleri ihraççı konumunda olması durumunda birtakım maddelerden muaf tutulmuştur. Bu muafiyetlerle birlikte bu taraflardan talep edilmesi halinde SPK'nın diğer şartlardan da muafiyet sağlaması mümkün gözükmemektedir.

Tebliğde bu madde şu şekilde yer almaktadır: "Sermayelerinin %51 veya daha fazlası doğrudan veya dolaylı olarak kamuya ait olan ihraççılarca gerçekleştirilecek gayrimenkul sertifikası ihraçları için Kurulca Tebliğde aranan şartlar, istenilen bilgi ve belgeler ile Kurulun diğer düzenlemelerinde aranan şartlardan talep üzerine muafiyet verilebilir" (T.C. Resmi Gazete, 2017).

d) Yine aynı şekilde sermayelerinin %51 veya fazlası doğrudan veya dolaylı olarak kamuya ait olan ihraççılarda 2 yıl süre boyunca Kurul ücreti binde sıfır olarak uygulanmaktadır.

e) Sertifikalardan elde edilen fonların ihraççıya aktarımında inşaat ilerleme seviyesine bağlı olarak yapılacağı daha önceden ifade edilmişti. Fakat TOKİ ise fonun kullanımı ile ilgili olarak her türlü kısıtlamadan istisna tutulmuştur.

f) TOKİ için bir diğer istisna da ihraççının başvuru tarihinden en az 5 yıl önce gayrimenkul projesinin satış değerinin en az yarısı büyüklüğü satış değerinde olan bir projeyi tamamlamış olması zorunluluğu bulunmaktadır. TOKİ inşaat sektöründe kamusal anlamda öncü konumdadır ve birçok

projenin tamamlanmasını üstlenmiştir. Ayrıca işlem hızının kısılması gibi nedenlerle bu maddeden de muafiyetinin olması avantaj olarak değerlendirilebilir.

g) Daha önceki bölümlerde ifade edildiği üzere özkaynak yeterliliği kriterinden de TOKİ'nin muaf olduğu görülmektedir.

h) TOKİ aynı zamanda kredi derecelendirme notu almaktan ve notun bulunması durumunda, notun uzun vadeli yatırım yapılabilir seviyede olması hususundan da muaf tutulmuştur.

Bununla birlikte ihraççının TOKİ olmasından kaynaklanan birçok riskin varlığından da söz etmek mümkündür. En önemli risklerden birisinin şeffaflık hususunda ortaya çıktığı söylenebilir. TOKİ'nin gelir ve giderlerinin Sayıştay'ın denetimine tabi olduğu daha önceki bölümlerde ifade edilmişti. Bu nedenle TOKİ'nin finansal durumunun veya faaliyetleriyle ilgili sonuçların değerlendirilmesine imkan sağlayacak ticari işletme formatında finansal tabloları bulunmamaktadır (TOKİ, 2017). TOKİ'nin finansal verileriyle ilgili kamuya bildirimde bulunmaması nedeniyle yatırımcıların bilgi edinmesi ve doğru değerlendirme yapması konusunda şeffaflık düzeyinde olumsuz bir tablo ortaya çıkmaktadır. Bu durum yatırımcıların beklentilerini yanlış yönlendirmelerine sebebiyet verebilmekle birlikte eşit, doğru ve eş zamanlı bilgilendirilmede risklerin oluşmasına zemin hazırlayabilir.

Diğer taraftan TOKİ'nin direk Başbakanlığa bağlı bir devlet kurumu olması sebebiyle devlet gelirlerinden özel bir bütçeye sahip olduğu görülmektedir. Bu nedenle Türkiye'de oluşabilecek siyasi veya politik riskler TOKİ'nin faaliyetlerini yüksek derecede değiştirerek TOKİ'nin sahip olduğu bütçeyi etkileyebilir veya Türkiye konut sektöründe sahip olduğu pozisyonun değişmesine sebep olabilir.

TOKİ'nin bir kamu kurumu olması sebebiyle mevzuat açısından sahip olduğu yetkilerin değişme ihtimali TOKİ'nin operasyonel, yönetsel veya finansal durumunu etkileyebilir (TOKİ, 2017). TOKİ Türkiye'de inşaat sektöründe faaliyet gösteren özel kurumlarla karşılaştırıldığında göreceli olarak birçok avantaja sahiptir. Özellikle TOKİ'nin devlet hazinesinden veya kamudan bedelsiz arsa edinimi, imar planı yapma yetkisinin bulunması, istimlak kararı alabilmesi, ülkenin her bölgesinde konut üretme ve satma yetkisine sahip olabilmesi göze çarpan niteliklerden bazılarıdır. Herhangi bir mevzuat değişikliği ile birlikte sektörde bulunan bu avantajların kaybedilme ihtimali TOKİ'nin faaliyetleri için risk teşkil etmektedir.

TOKİ'nin ihraççı sıfatıyla yer aldığı ihraççı bilgi dokümanı kapsamında ihraç edilecek gayrimenkul sertifikalarının halka arzında, tali edime konu bağımsız bölümlerin satışının piyasa koşullarına ve izahnamede yer alan esaslara uygunluğunun denetim ve gözetimini yapmakla yükümlü edim sorumlusunun görevleri bizzat TOKİ tarafından yerine getirilmektedir. TOKİ'nin bu görevleri bizzat ifa etmesi çıkar çatışmasına yol açabilecektir (TOKİ, 2017).

Bununla birlikte TOKİ'nin gayrimenkul ve inşaat sektöründe faaliyet gösterdiği bilinmektedir. Bu nedenle gayrimenkul sektöründe oluşabilecek tüm riskleri taşıdığını ifade etmek yanlış olmayacaktır. Sertifikaların konutlar için ihraç edilmesi sebebiyle konut sektöründe olası değişiklikler, fiyatlamalar, arz/talep dengesinin durumu muhtemel riskleri içinde barındırmaktadır. Diğer taraftan, Türkiye'de konutlarda fiyat dengesinin sağlandığı, belli bölgeler hariç olmak üzere konut fiyat artışlarında bir yavaşlama olduğu görülmektedir.

Sertifika ihracının temsil ettiği gayrimenkul projesinin yüklenici Makro İnşaat Ticaret A.Ş. ise 2004 yılında kurulmuş olan bugüne kadar ürettiği projelerle ve devam eden projeleri ile 6701 konut, 362 ticari ünite ve birçok sosyal tesis, okul ve ibadethane olmak üzere toplam 600.000 m2'lik inşaat alanında üretim yapmış olan bir anonim şirkettir (Makro İnşaat, 2017).

Sertifikaya esas proje büyüklüğü 126.400 m2 alan üzerinde gerçekleştirilmektedir, aracılık yöntemi en iyi gayret aracılığı olan ihraçta sabit fiyat ile talep toplama gerçekleştirilmiştir ve sertifika fiyatı 42,50 TL olarak belirlenmiştir. Tahsisat grupları ise %50-%50 paylarla birlikte yurtiçi bireysel yatırımcılar ve yurtiçi kurumsal yatırımcılardır. İhraca sunulan toplam pay adedi ise 3.370.410 adettir (Gayrimenkulde

Sertifika, 2017). Gayrimenkul sertifikaları kolektif yatırım ürünleri ve yapılandırılmış ürünler pazarında işlem görmektedir.

29-30-31 Mart 2017 tarihlerinde Park Mavera III Projesine ilişkin sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle gerçekleştirilen Gayrimenkul Sertifikası halka arzında, toplam 143.242.425 TL değerindeki her biri 42,50 TL olan 3.370.410 adet Gayrimenkul Sertifikası satışı gerçekleştirilmiştir. İlan edildiği üzere;

- 1.685.205 adet sertifika (%50,0) kısmı Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara,
- 1.685.205 adet sertifika (%50,0) kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara

tahsis edilmiştir. Ancak, gelen taleplerin değerlendirilmesi sonucu; SPK'nın "II-5.2 Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği" hükümlerine göre; yukarıda yer alan Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar ve Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar için belirlenen tahsisat oranlarında Vakıf Yatırım'ın önerisi ve TOKİ onayı ile kaydırma yapılmıştır. Halka arzda nihai tahsisat oranı;

- 1.775.842,00 adet sertifika (%52,7) kısmı Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara,
- 1.594.568,00 adet sertifika (%47,3) kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara

şeklinde gerçekleşmiştir (KAP, 2017).

Tablo 1. Gayrimenkul Sertifikası Tahsisat Durumu

Tür	Tahsisat Adet	Tahsisat Oran %	Nihai Tahsisat Adet	Tahsisat Oran %	Talep Eden/Dağıtılan Kişi Sayısı
Bireysel	1.685.205	%50,0	1.775.842	%52,7	5.244/5.038
Kurumsal	1.685.205	%50,0	1.594.568	%47,3	41/39
Toplam	3.370.410	% 100,0	3.370.410		

Kaynak: TOKİ, <https://www.toki.gov.tr/AppResources/UserFiles/files/%c3%b6zet.pdf>, (07/05/2017).

Sistemin işleyişinde ilk aşamada ihraççı TOKİ projede gayrimenkul sertifikası çıkarılacak bölümleri seçerek ilgili yerlerde kamuya duyurmuş ve hangi daire için kaç adet sertifika toplanacağını belirlemiştir. Sertifikalar talep toplanarak belirtilen süreler içerisinde halka arz edilmiştir ve piyasadan fon toplamı işlemi tamamlanmıştır. Halka arz sonrası sertifikalar serbest piyasa koşulları çerçevesinde borsada işlem görmeye başlamıştır ve toplanan fon parçalar şeklinde ihraççıya aktarılmaya başlanmıştır. Diğer taraftan yatırımcıları bilgilendirme kapsamında inşaata ilişkin gelişmeler ve projede benzer nitelikte olan bağımsız bölümlerin ortalama satış fiyatları belirli zaman aralıklarıyla Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yatırımcılarla paylaşılmaktadır.

Proje bitiminde asli edimin söz konusu olması halinde satış sözleşmesi veya tapu tahsisi yolu ile yatırımcılar konut sahibi olacaklardır. Asli edim ifa süresi içerisinde yatırımcı almak istediği bağımsız bölümün gereken sayıda sertifikasını ihraççı hesaplarına aktarmakta ve şerefiye talep edilmesi durumunda bu meblağı ödemektedir. Yatırımcının sertifika karşılığı yatırım kuruluşuna başvurusuyla birlikte, aracı kurum yeterli sertifikaya sahip olup olmadığının kontrolünü tamamladıktan sonra sertifikaları bloke ederek TOKİ'ye bildirimde bulunacaktır. TOKİ ilgili bağımsız bölümün satılıp satılmama durumuna ilişkin en geç 2 iş günü içerisinde aracı kurumu bilgilendirmekle yükümlü olmaktadır. Bağımsız bölümün daha önceden satışı gerçekleşmemiş ise yatırımcı TOKİ tarafından davet edilir. Yatırımcı gayrimenkul satış vaadi sözleşmesi imzalamak üzere en geç 10 iş günü içerisinde asli edim hakkını kullanmalıdır. Hakkın kullanılmadığı durumda TOKİ bu hususu aracı kuruma bildirerek ilgili blokajın kaldırılmasını sağlar. Sonuç olarak, ihraççı izahnamede bulunan esaslar çerçevesinde ilgili bölümün mülkiyetinin devrine ilişkin işlemlerden sorumlu olmaktadır (TOKİ, 2017). İhraççı olarak TOKİ, asli edim durumlarında KAP duyurularını her asli edimde veya aylık olarak toplu bir şekilde yapmakla yükümlüdür.

Yeterli sertifika biriktiremeyen, gayrimenkul edinmek istemeyen veya asli edim talebini bildirmeyen yatırımcılar için tali edim yönteminde yatırımcıların kazancı ise ihale veya açık arttırma yöntemiyle gerçekleşecek satış yöntemiyle oluşacak değer üzerinden yatırımcılara payları oranında verilecektir. Dairelerin satışında en az 1 açık arttırma yapılacak ve ilk açık arttırmada ekspertiz değerinin altında satışın gerçekleşmesi mümkün olmayacaktır. Satışın gerçekleşmemesi durumunda ihraççı son 3 ayda borsada oluşan ortalama fiyattan veya fiyatın sağlıklı oluşmadığı görüşü altında yapılan ekspertiz değeri üzerinden ihraççı tarafından satın alınacaktır (TOKİ, 2017). Fakat ihraççı tarafından satın alma uygulamasında TOKİ'nin ihraççı olması sebebiyle bu durumda muafiyet olduğu görülmektedir.

Tali edim ifa süresi ihraççı tarafından belirlenmektedir ve yapılacak olan satışlara ilişkin tüm usul ve esaslar izahname ve ihraç belgelerinde kamuya duyurulur. Tali edimde satışlardan elde edilen tutar mevzuata göre nemalandırılabilir ve satışı takiben 2 iş günü içerisinde yatırımcıların hesaplarına aktarılmaktadır. TOKİ ve iştirakler hariç tali edim itfa süresi süresinin bitimine kadar, tali edime konu bölümler ihraççı ve ihraççının ilişkili taraflarına satılamamaktadır. Fakat bu ilk uygulamada ihraççının TOKİ olmasıyla bu maddeden muafiyet durumu bulunmaktadır. Diğer taraftan itfa süresinin bitiş tarihinden sonra ise hala satılmayan bölümler bulunuyor ise bağımsız bölümler ekspertiz değerinden aşağıda olmamak şartıyla ihraççının ilişkili taraflarına da satılabilecektir (TOKİ, 2017).

Tali edimde kısmi itfa işlemi de uygulanabilecektir. Bağımsız bölüm satışından elde edilecek tutar ifa süresi beklenmeden tali edimi talep eden yatırımcıların hesaplarına sahip oldukları sertifika payları oranında ödenebilecektir. Kısmi itfa ile ilgili tüm esaslar ve usuller izahnamelerde ve ihraç belgelerinde sunulmaktadır.

Sistemin çalışması bir örnek üzerinden şu şekilde ifade edilebilir:

1. Proje bağımsız bölüm bazında küçük parçalara ayrılır.
2. Bu pay değerinin belirlenmesi için dairelerin şerefiye farkları da dikkate alınarak pay adetlerine yansıtılır.
3. Her bir pay için bir halka arz fiyatı belirlenmektedir (TOKİ Haber, 2017).

5 kat 2 bloklu 20 daireden oluşan bir projede bulunan tüm daireler için sertifika ihracı yapılacaktır. Sertifikalara konu her bir daire için belirlenen pay adetleri aşağıdaki gibidir:

Tablo 2. Pay Adetleri Tablosu

A BLOK (PAY ADETLERİ)		B BLOK (PAY ADETLERİ)	
<u>Daire 1</u> : 54.000	<u>Daire 6</u> : 56.000	<u>Daire 11</u> : 47.000	<u>Daire 16</u> : 51.000
<u>Daire 2</u> : 41.500	<u>Daire 7</u> : 42.000	<u>Daire 12</u> : 57.000	<u>Daire 17</u> : 54.000
<u>Daire 3</u> : 60.500	<u>Daire 8</u> : 63.000	<u>Daire 13</u> : 53.000	<u>Daire 18</u> : 59.000
<u>Daire 4</u> : 50.000	<u>Daire 9</u> : 52.000	<u>Daire 14</u> : 51.000	<u>Daire 19</u> : 50.000
<u>Daire 5</u> : 40.000	<u>Daire 10</u> : 41.000	<u>Daire 15</u> : 38.000	<u>Daire 20</u> : 40.000

Kaynak: TOKİ Haber Dergisi, 2017).

Tabloda görüldüğü üzere bütün daire karşılıkları ihraç edilecek toplam pay sayısı 1.000.000 adettir.

$$1 \text{ Pay} = 10 \text{ TL ile ihraç edildiği varsayıldığında; } 1.000.000 \text{ pay} \times 10 \text{ TL} = 10.000.000 \text{ TL}$$

değerinde pay arza konu edilmektedir. Dairelerin teslim aşamasına kadar paylar BİST' te işlem görecektir ve serbest piyasa koşullarında oluşan fiyattan alınıp satılacaklardır. Borsa işlem tarihinin son gününe kadar, 5 dairenin paylarının yatırımcılar tarafından biriktirilmiş ve satın alınmıştır.

Tablo 3. Bağımsız Bölüm Satış Durumu

A BLOK (PAY ADETLERİ)		B BLOK (PAY ADETLERİ)	
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 6:</u> 56.000	<u>Daire 11:</u> 47.000	<u>Daire 16:</u> 51.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 7:</u> 42.000	<u>Daire 12:</u> 57.000	<u>Daire 17:</u> 54.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 8:</u> 63.000	<u>Daire 13:</u> 53.000	<u>Daire 18:</u> 59.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 9:</u> 52.000	<u>Daire 14:</u> 51.000	<u>Daire 19:</u> 50.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 10:</u> 41.000	<u>Daire 15:</u> 38.000	<u>Daire 20:</u> 40.000

Kaynak: TOKİ Haber Dergisi, 2017).

Bu durumda 15 daire karşılığı kalan toplam pay 754.000 adet olmaktadır. Kalan 15 dairede açık arttırma yöntemi ile satışa sunulur. Açık arttırmaya sunulan dairelerin de aşağıda belirtilen fiyatlar ile satışının gerçekleştirildiği varsayıldığında;

Tablo 4. Açık Arttırmada Oluşan Daire Satış Fiyatları

A BLOK (SATIŞ FİYATLARI)		B BLOK (SATIŞ FİYATLARI)	
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 6:</u> 760.000	<u>Daire 11:</u> 670.000	<u>Daire 16:</u> 710.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 7:</u> 620.000	<u>Daire 12:</u> 770.000	<u>Daire 17:</u> 740.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 8:</u> 830.000	<u>Daire 13:</u> 630.000	<u>Daire 18:</u> 790.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 9:</u> 720.000	<u>Daire 14:</u> 710.000	<u>Daire 19:</u> 700.000
Sertifika biriktiren yatırımcıya satıldı.	<u>Daire 10:</u> 610.000	<u>Daire 15:</u> 580.000	<u>Daire 20:</u> 600.000

Kaynak: TOKİ Haber Dergisi, 2017).

Satışlardan elde edilen toplam gelir 10.540.000 olmaktadır. Bu durumda pay sahiplerine pay başına yaklaşık 14 TL ödenecektir.

$$10.540.000 \text{ TL} / 754.000 \text{ pay} = \sim 13,979 \text{ TL}$$

Sonuç olarak sertifikalar daire sahibi olma opsiyonu sunmakla birlikte yatırımcısına dairelerin fiziki anlamda satışının gerçekleştirilmesiyle de kar elde etme olanağı sunacaktır. Dairelerin satış fiyatları örnekte verilen rakamların üzerinde veya altında olabilir. Fiyatlarda yaşanabilecek bu değişimler; gayrimenkul sektöründe yaşanan gelişmelere bağlı olmakla birlikte, zaman içerisinde bölgenin gelişmesine, projenin özelliklerine, projenin kalitesine ve en önemlisi de açık arttırma sürecinde projeye gösterilen ilgiye bağlı olacaktır. Bu sebeple; sertifika ihracında İstanbul'un gelişmeye çok açık bir bölgesi olan Kayabaşı'nda gerçekleştirilecek olan Park Maveria III projesinin seçilmesi ayrıca öneme haiz olmaktadır.

5.1. Park Maveria III Projesi

Daha önce bahsedildiği üzere Park Maveria III projesi TOKİ ile Makro İnşaat A.Ş. gelir paylaşımı ortaklığı ile İstanbul ili Kayaşehir bölgesinde gerçekleştirilmekte olan bir projedir. Gelir paylaşımı usulünde inşaatı bitireceğini taahhüt eden yüklenici firma projenin gerçekleştirilmesindeki tüm aşamalardan sorumlu olmaktadır. Yüklenici firma bu usulde projenin mimari açıdan tasarlanması ve planlanması, inşaat ruhsatları için ilgili belediyelere yapılacak olan başvurular dahil olmak üzere tüm sorumluluklarını yerine getirmektedir. Diğer taraftan projenin finansmanı da yüklenici firma tarafından sağlanmaktadır.

Park Maveria III projesi sertifikası proje kapsamında bulunan B2/C2/D2 bloklarında bulunan 218 daire için piyasaya sunulmuştur (TOKİ, 2017). Park Maveria III projesinin ilk ihraç için seçilen proje olmasında etkin olan sebebin projenin oldukça prim vaat eden bir bölgede bulunuyor olmasından

kaynaklandığı ifade edilebilir. Bölgenin ulaşım ağı anlamında gelişecek olması ve alternatif ulaşım araçlarıyla altyapının sağlanması öne çıkan hususlar arasında görünmektedir. İstanbul'un en hızlı gelişen ilçelerinden biri olan Başakşehir'de bulunan proje bölgesel olarak da devlet yatırımlarının arttığı bir bölge olarak göze çarpmaktadır.

Konut, ofis, arsa ve arazi yatırımları bakımından öne çıkan bölgelerin ulaşım projeleri ile daha çok değerlendirildiği görülmektedir. Özellikle son üç yılda planlanan ve hayata geçirilen Üçüncü Havalimanı ve Üçüncü Köprü, İstanbul-İzmir Otoyolu, Osmangazi Köprüsü, metro ve tramvay projelerine yakın inşa edilen konut projelerinin yüksek ilgi görmesiyle inşaat firmalarının bu bölgelere yöneldiği, yatırımcılarında konut veya ticari ünite alımlarının öncelikli olarak bu bölgelerde gerçekleştiği ortaya çıkmaktadır.

Projenin bulunduğu bölgede büyük ve önemli kamu yatırımlarının devam etmesi bölgeyi ayrıca cazip kılmaktadır. Bölgede önümüzdeki dönemlerde tamamlanacak olan 380 bin m² büyüklüğünde Botanik Park (Gayrimenkulde Sertifika, 2017) ve yaklaşık 2000 yatak kapasitesi ile hizmete sunulacak Avrupa'nın en büyük Şehir Hastanesi'nin bulunacak olması, 3. Köprü ve Kuzey Otoyolu bağlantı yollarına yakın olması bölgenin cazibesini ayrıca pekiştirmektedir. Resmi kurum alanlarına, 450 bin m² üzerinde kurulacak olan yeni bir üniversiteye ve Başakşehir'in yeni merkezi olabilecek planlanmış kent meydanına olan yakınlığı da önemli dinamikler arasında görülmektedir (Ekinci, 2017, s.70-72).

Bu nedenlerle, Kayaşehir son yıllarda İstanbul'un en çok konut üretilen ve prim yapan bölgeleri arasında yer almaktadır. Diğer taraftan İstanbul'un Avrupa yakasında kentleşmeye en uygun kalan önemli alanlardan birisidir.

Kayaşehir bölgesinde 2013 yılında konutların m² minimum satış fiyatı 1700 TL iken nitelikli projelerde ise 2700 ila 3000 TL aralığında seyrettiği günümüzde ise bu değerlerin 3800 ila 4500 TL'lere ulaştığı gözlemlenmektedir. Bölgenin hızla gelişen yapısı, konumu, yeni bağlantı yollarına yakınlığı ve devam eden yatırımlarla gelecekte de prim yapacağı tahmin edilmektedir (Emlak Zamanı, 2016).

Bölgenin ilk gayrimenkul sertifikasının ihracı için seçilmesi bu açılarından bakıldığında ayrıca bir anlam taşımaktadır. Projenin bölge açısından çeşitli dinamiklere sahip olması yatırımcıların elde edecekleri getirinin yüksek olabileceği beklentisine sahip olmalarına sebep olmuştur.

Bunun haricinde gayrimenkul sertifikasına konu Park Mavera III projesinde dairelerin tamamı için %1 KDV söz konusudur. Gayrimenkul sertifikası biriktirerek asli edim talep eden yatırımcılar söz konusu gayrimenkule ilişkin tapu işlemleri yapmaları durumunda tapu harcı ödemelerini yapmak zorundadır. Tapu harçlarının 15 Mart 2017 tarihinde yapılan düzenleme ile %2'den %1,5'a çekilmesiyle birlikte düşük KDV yatırımcılar açısından da büyük bir avantaj olarak değerlendirilmektedir.

6. Sonuç

Yapılan bu çalışmada sermaye piyasası aracı olarak uygulamaya yeni konan gayrimenkul sertifikalarının gayrimenkul sektörüne ve sermaye piyasalarına katkısının olup olmadığı belirlenmeye çalışılmıştır. Özellikle gayrimenkule yatırım yapmak isteyen fakat konut edinimi için bütçesi yeterli olmayan yatırımcıların, konuta yatırım yapmasının çok büyük ölçüde kolaylaştığı görülmektedir. Bununla birlikte topraktan yatırım yapma imkanı sunan gayrimenkul sertifikaları, gerek yapımın tamamlanması süreci ile gerek lokasyonların gelişimi ile kuşkusuz bir prim unsurunu taşımaktadır.

Konutun, her dönem ve her ülkede önemli bir harcama kalemi olan bir yatırım olmakla birlikte aynı zamanda harcama kalemleri içerisinde bir bireyin hayatı boyunca yaptığı en büyük değeri oluşturduğu, bu nedenle toplumun her kesimini yakından ilgilendirdiği ifade edilebilir. (Sermaye Piyasası Kurulu [SPK], 2017).

Zaman zaman konut sektörünün diğer sanayi sektörleriyle karşılaştırılarak ülke ekonomisi için verimli olmayan bir sektör olduğu iddia edilse de inşaat ve konut sektörünün inşaat hammaddeleri (çimento, tuğla, mermer, seramik, cam vb.) açısından, aynı zamanda beyaz eşya ve ev tekstili sektörleri dikkate alındığında da 250'den fazla sektörü desteklediği görülmektedir. Bununla birlikte yatırımcısına ve

de uygulayıcısına da önemli bir ölçekte kazanç sağlamaktadır (Dalkılıç ve Aşkın, 2017). Özellikle ülke ekonomisinin içinde bulunduğu siyasi konjonktürden oldukça etkilenen bir sektör olarak kabul edilse de Türkiye’de son 10 yıl içinde sektörde büyük kazanımlar olduğu ve olumlu gelişmelerin yaşandığı ifade edilebilir.

Konut talebine bakıldığında ise talebin arkasında güçlü ivmelerin var olduğu ifade edilebilir. Bu ivmelerin başında; nüfus artış hızı, büyük şehirlere göç ve kentleşme, jeopolitik sebeplerden kaynaklanan dış göç, gelişme potansiyeli ve dinamiklerin varlığı, değişen aile yapısı, kentsel dönüşüm süreci olduğu söylenebilir. Türkiye’de son 10 yılda gerek ekonomik alanda gerek gelişme potansiyeli anlamında yaşanan değişimlerle birlikte Türkiye’de ve özellikle İstanbul’da gerçekleşen büyük altyapı yatırımları, ticari hayatın canlılığı ve kültürel ve tarihi geçmişi varlığı yatırımcıların ilgisini çekmekte ve bu süre zarfında da gayrimenkul yatırımlarında aktif bir piyasa oluşumuna olanak sağlanmaktadır.

Genç nüfusun sürekli olarak daha fazla iş istihdamı yaratan büyük şehirlere göç etmesi ve Türkiye nüfusunun yarısından fazlasının genç nüfustan oluşması gerçeğinin birlikte değerlendirilmesi sonucuyla önümüzde bulunan 10-15 sene içerisinde inşaat sektöründe yaşanacak hareketlilik hiç kuşkusuz konut fiyatlarına yansiyacak ve konut fiyatlarında yapay- spekülatif fiyat artışlarından farklı olarak doğal sebeplerden kaynaklı bir fiyat artışı yaşanmasına sebep olacaktır.

İstanbul’un yeni küresel oluşumda finans merkezlerinden biri olarak kabul göreceği çeşitli araştırmacılar tarafından savunulmaktadır. Bu durumun en büyük sebeplerinden biri Türkiye’nin gelişmekte olan bir ülke olduğu, potansiyeli ve dinamikleriyle birlikte yatırımcılar için cazip fırsatlar sunmasından kaynaklanmaktadır. Gerek Avrupa ülkelerinde gerek ABD’de gayrimenkul yatırımlarının doygunluğa ulaştığı ve yeni potansiyeller oluşturması noktasında tıkandığı bir gerçektir. Bu nedenle kar amacı güden gayrimenkul yatırımcıları Euro Bölgesi ülkelerinde ve ABD’de istedikleri kar realizasyonunu gerçekleştirememektedirler. Özellikle İstanbul’da yalnızca konut yatırımlarında değil, ticari gayrimenkul ve buna bağlı diğer yatırımların artması yabancı yatırımcıların ilgisinin daha da artmasına sebep olmuştur.

Söz edilen bütün gelişmelerin gayrimenkul sektörünü ve de gayrimenkulün en büyük payını alan konut sektörünü destekleyeceği görülmektedir. Bu nedenle konut sektörü pazarının uzun vadede canlılığını yitirmeyeceği ve önümüzdeki dönemlerde konut sektörüne dayalı yeni yatırım araçlarıyla birlikte sermaye piyasasının ve konut sektörünün bireysel ve kurumsal yatırımcılarının ilgisini çekeceğini ifade etmek yanlış olmayacaktır.

Bununla birlikte zamanla gelişen ve çeşitlenen konut sektöründe çeşitli konularda sıkıntılar ortaya çıktığı görülmektedir. Özellikle konutun düşük bütçeli gelir grupları tarafından finanse edilebilmesi gittikçe zorlaşmaktadır. Diğer taraftan büyük ölçekli gayrimenkul projelerini gerçekleştirmekte olan inşaat firmalarının da kaynağa ulaşma konusunda yaşadıkları sıkıntılarla birlikte ülkemizde tasarruf oranlarının yüksek olmamasından kaynaklanan bir finansman açığı ortaya çıkmaktadır. Sürekli gelişmekte olan ve canlılığını yitirmeyen konut sektörünün çeşitli ivmelerle destekleniyor olması sektörün önümüzdeki dönemlerde de gerek ekonomiye katkısı anlamında gerek sosyal açıdan umut vaat ettiği görülmektedir. Fakat iki boyutlu finansman sıkıntılarının yüksek düzeylere ulaşacak olması sektörün en büyük engellerinden biri olarak görülmektedir. Bu nedenle düzenleyici kuruluşların ve devletin bu alanlarda çözüm üretmesi ve yeni modeller üreterek konut sisteminin işleyişine destek olması gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Özellikle özkaynak eksikliği, konut kredisi faiz oranlarının son zamanlarda yüksek seyretmesi sektörde talebi ve canlılığı olumsuz etkilemiştir. Proje geliştirici firmalar finansman ihtiyaçlarını daha önceden inşaat öncesi maket üzerinden yapmış olduğu satışlarla aşabilmekteydi (Dalkılıç ve Aşkın, 2017). 28 Kasım 2013 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanarak 28 Mayıs 2014 tarihinde yürürlüğe giren “Tüketicinin Korunması Hakkında Kanunu”nda (Elektronik Kamu Bilgi Yönetim Sistemi [KAYSİS], 2013) yapı ruhsatı alınmadan, tüketicilerle ön ödemeli konut satış sözleşmesi yapılamayacağı hükmü ile birlikte geliştirici firmaların ön ödemeli konut satışı ile finansman kaynağı elde etmesi mümkün olmamaktadır.

Diğer taraftan konut yatırımlarının oldukça uzun vadeli olması ve ülkemizde vade perspektifinin düşük olması, Avrupa ülkelerine göre faiz oranlarımızın yüksek seviyelerde olması sektörde gerek üreticileri gerek tüketicileri zorlamaktadır. Maliyeti karşılayan yükleniciler her ne kadar projelerini tamamlasalar da oluşan yüksek maliyetin çoğunu kimi zaman alıcılara yansıtıp fiyatların şişmesine sebep olmakta ve fiyat dengesinin bozulması beraberinde gelmektedir. Bu durum zaman içerisinde bir konut balonunun oluşmasına ve arz/talep dengesi üzerinde yıkıcı bir etkiye de sebep olabilecektir.

Gelişebilecek bu tür problemlerin çözümü için her iki taraf açısından da alternatifler oluşturulması büyük öneme haiz olmaktadır. Bu kapsamda yeni enstrümanlarla birlikte sektörde çeşitlenme sağlanarak ihtiyaçları karşılayabilecek finansman üretilebilecek, aynı zamanda sermaye piyasalarının derinliğine katkıda bulunularak yeni bir tasarruf ve yatırım aracı oluşturulacaktır.

Bu bağlamda gayrimenkul sertifikaları bu enstrümanlardan birini oluşturmaktadır. Önceki dönemlerde çeşitli sebeplerle uygulaması yeteri kadar ilgi görmeyen bu sertifikalar için gerekli hukuksal altyapıların oluşturulmasını takiben yeni mevzuatların da tamamlanmasıyla yeniden uygulamaya başlanmıştır.

Mevzuatla ilgili yeni düzenlemelerle birlikte gayrimenkul sertifikası Türkiye’de ilk defa TOKİ ve Makro İnşaat A.Ş. iş birliğiyle Park Maveria III projesinde uygulanmaya başlanmış ve bireysel ve kurumsal yatırımcıların SPK denetiminde ve gözetiminde yatırım yapmalarını sağlayacak yeni bir yatırım aracı olarak ortaya çıkmıştır. Gayrimenkul projelerine sahip oldukları bütçelerle yatırım yapma imkanına sahip olmayan fakat gayrimenkule yatırım yapmak isteyen yatırımcıların gayrimenkule yatırım yapabilmeleri bu yeni sermaye piyasası aracı ile mümkün olmaktadır. Her gelir grubundan bireyin gayrimenkule yatırım yapma şansının bulunduğu sistemde, ayrıca yatırımcıya gayrimenkul edinme imkanı verilmekte veya dilediği tarihte yatırımını borsada satma olanağıyla birlikte normal şartlarda likit olmayan gayrimenkul yatırımlarının likit olması sağlanmaktadır. Diğer bir taraftan sistemin faizsiz işliyor olması ayrıca ek bir maliyet yükünün de taşınmaması açısından olumlu olmaktadır.

İnşaatın teslim süresi olan 36 ay boyunca BİST’te işlem görecektir olan gayrimenkul sertifikaları konut yatırımcılarını cesaretlenme birlikte konutu farklı gelir grupları için yatırım yapılabilir hale getirmiştir. Faizsiz finansman sistemini de geliştirebilecek bir enstrüman olan gayrimenkul sertifikaları geleneksel bir yatırım aracı olan konuta sermaye piyasaları üzerinden yatırım yapma olanağı sağlamaktadır. Bununla birlikte sertifikaların özellikle topraktan yatırım yapma imkanı sunması ve proje ilerledikçe, bölgesel yatırımlar tamamlandıkça yatırımın değerlendirilecek olması dikkat çeken diğer bir unsur olarak görülmektedir (TOKİ Haber, 2017).

Sertifikaların sağlamakta olduğu diğer bir fayda da ekonomi açısından tasarruf arttırıcı bir özellikte olmasıdır. Ülkemiz açısından yüksek tasarruf oranlarının sağlanması yatırımların finanse edilmesi açısından oldukça önemlidir. Ülkemizde 1998 yılından itibaren GSYİH’nin %24,3’ü olan tasarruf oranlarının sürekli düşüş seyir izleyerek 2010 yılında %12,7 oranlarına gerilediği görülmektedir. Bu nedenle uzun yıllar boyunca yatırımların finanse edilebilmesi için yurtdışı borçlanmaya başvurulduğu anlaşılmaktadır (Sancak ve Demirci, 2012). Diğer taraftan Türkiye’de hane halkı tüketim harcaması dağılımına bakıldığında; Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK, 2017) verilerine göre, 2016 yıl sonu itibari ile harcama kalemlerinden en yüksek payı alan harcama türünün %25,2 ile konut ve kira olduğu görülmektedir. Bu bağlamda halihazırda konut ve kiraya büyük bir pay ayıran hanehalklarının gayrimenkul sertifikasına yatırım yapmasıyla birlikte Türkiye için tasarruf arttırıcı bir etki yaratacağı da gerçektir.

Gelir paylaşımı usulüyle geliştirilen projede sertifika ihraççısı olarak TOKİ bulunmaktadır. TOKİ’nin konut ve arsa üretiminde öncü pozisyonda olan bir kamu kurumu olduğu görülmektedir. TOKİ’nin Türkiye’de üstlenmekte olduğu esas görev, dar ve orta gelir grubuna yönelik konut üretimi sağlamak ve bu gelir gruplarının konut edimine destek olmaktır. Diğer taraftan TOKİ Türkiye’de arsa geliştirme, gecekonduların dönüştürme, afet konut uygulamasına göre konut üretme ve kentsel dönüşüm uygulamaları konularında da faaliyette bulunmaktadır. TOKİ doğrudan Başbakanlığa bağlı olması sebebiyle bu kuruma devlet bütçesinden özel bir gelir tahsis edilmiş ve bu gelirden harcama yetkisi verilmiştir (Zariç, 2012, s.7-

13). TOKİ'nin sertifika ihracında garantör kurum olması ve TOKİ'ye sağlanan muafiyetler göz önüne alındığında mevzuat anlamında TOKİ'ye oldukça geniş kapsamlı bir avantaj sağlandığı görülmektedir. Bu durum gerek sertifika ihracı için sürecin hızlı ilerlemesine izin vermektedir, aynı zamanda bir kamu güvencesi sağlanması sebebiyle yatırımcıların piyasaya uzun zaman sonra ilk defa sunulan ve geçmiş uygulamalarıyla tarafları memnun etmeyen bir araca daha kolay bir şekilde yatırım yapmalarına olanak sağlamıştır.

Gayrimenkul sertifikaları, ihraççılarına sermaye piyasası aracılığıyla finansman seçeneği sunmaktadır. Böylece konut ve işyeri projelerinin inşaatları daha kolay ve hızlı tamamlanabilmektedir. Tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirmek isteyen yatırımcılar için alternatif bir ürün olan sertifikaların, Borsa'da işlem görmesi ise şeffaflık ve likidite sağlamaktadır (Borsa İstanbul [BİST], 2017).

Tüm bunların yanı sıra sertifikaların kentsel dönüşüm sürecine de oldukça katkısı olacağı düşünülmektedir. Kentsel dönüşüm için ayrıca bir fon temini için faydalı olacak bu model ile Türkiye'de dönüşüm sağlanması gereken 7,5 milyon konutun olduğu düşünülünce sosyal anlamda ve kentleşme açısından ülkenin kazanım elde etmesine, sağlıklı ve riskli konutlarda yaşamakta olan hane halkları için de uygun yapılarda hayat sürme imkanı sağlayacaktır. Finansman için öncelikle kamu ayağı piyasaya doğru yön vermeli ve gelişimi için katkıda bulunulması gerekliliği vurgulanmıştır (İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği, 2014). Kentsel dönüşüm projelerinin büyüklüğü göz önüne alındığında, geleneksel modeller (kat karşılığı, ön satış, vb.) finansman konusunda yetersiz kalmaktadır, bu nedenle alternatif finansman araçlarına ve çeşitlendirilmesine ihtiyaç olduğu aşikârdır. Bu konuda, özellikle Bireysel Emeklilik Sistemi (BES) ve yakın zamanda SPK tarafından piyasaya sunulan yeni düzenlemeler (gayrimenkul sertifikaları, sukuk, altyapı GYO'ları, gayrimenkul yatırım fonları gibi) alternatif oluşturarak önemli bir rol oynayabilirler (Cushman&Wakefield, 2014).

Çeşitli açılardan birçok getirisi bulunan gayrimenkul sertifikası modelinin sermaye piyasaları için de elverişli olduğu anlaşılmaktadır. İlk ihraççının TOKİ olması özel sektör içinde ayrıca bir örnek teşkil etmektedir, önümüzdeki süreç içerisinde uygulamanın başarılı sonuçlanması ve yatırımcı tarafından da gösterilen ilginin kuvvetli olmasıyla da özel sektörün de özellikle kentsel dönüşüm projelerinde piyasadan fon temin etmek için sertifika modelini uygulaması beklenmektedir.

Elde edilen tüm bu veriler ışığında konut sektörünün önümüzdeki dönemlerde de aktif bir pazar yapısına sahip olacağı açıktır. Oldukça aktif bir pazar yapısına sahip olan sektörün zaman içerisinde farklı sermaye piyasası araçlarıyla yatırımcıya sunulması ve daha kolay yatırım yapılabilir hale gelmesi sektörün geleceğini şekillendirmekle birlikte, sektörün sermaye piyasalarına daha entegre olmasını ve daha önce sermaye piyasalarında işlem yapmamış konut yatırımcısını da bu alana çekerek yeni bir yatırımcı kitlesinin oluşumuna destek olunduğu görülmektedir.

KAYNAKLAR

- VIII-128.2 Nolu Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği, (5.07.2013 tarih, 28698 sayılı T.C. Resmi Gazete).
- VIII-128.2a Nolu Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği'nde (VII-128.2) Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, (3.08.2016 tarih, 29790 sayılı T.C. Resmi Gazete).
- VIII-128.2b Nolu Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği'nde (VII-128.2) Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, (7.03.2017 tarih, 30000 sayılı T.C. Resmi Gazete).
- Akçay, B. (2016). Avrupa Birliği Finansal Entegrasyon Sürecinde İpotekli Piyasalar: Aday Ülke Statüsünde Olan Türkiye'ye Bir Bakış. *Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi*, Cilt: 6, No:1, 41.
- Aypek, N. (2012). Konut Finansman ve Yatırım Aracı Olarak Konut Kooperatifleri, *Karınca Dergisi*, Yıl: 77, Sayı: 903, 3-8.
- Borsa İstanbul (2017). Gayrimenkul Sertifikaları. <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/gayrimenkul-sertifikalari> (Erişim: 10.09.2017).

- Coşkun, Y. ve Yalçın, K. (2011). Küresel Finansal Kriz ve Piyasa Mekanizmasına Dayalı Konut Finansmanı: Türkiye İçin Bir Değerlendirme. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, Cilt: 48 Sayı: 558, 86.
- Cushman&Wakefield (2014). Kentsel Dönüşüm Türkiye. *Cushman&Wakefield Araştırma Raporu*, 1.
- Çevre ve Şehircilik Bakanlığı (2017). 2023 Vizyonunda Çevre ve Şehircilik Bakanlığı'nın Çalışmaları. *Çevre, İnsan ve Şehir Dergisi*, Yıl:3, Sayı:15, 37.
- Çikot, Ö. (2011). Dünyada Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi, Sayı:109, 1034-8155, 23.
- Dolun, L. (2007). İpoteğe Dayalı Konut Kredisi (Mortgage). *Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Yayını*, Yayın No: GA/07-06-29, 16-17.
- Dalkılıç, B. ve Aşkın, M. (2017). Gayrimenkulden Menkule Gayrimenkul Sertifikaları. *Emlak & Konut Dergisi*, Sayı:01, Ocak 2017, 52-55.
- Ekinci, D. (2017). Başakşehir'in Yeni Merkezi Kayabaşı. *Emlak & Konut Dergisi*, Sayı:02, Şubat 2017, 70-72.
- Emlak Zamanı (2016). Kayaşehir Prim Yapmaya Devam Edecek. <http://www.emlakzamani.net/emlak-yatirimi/kayasehir-prim-yapmaya-devam-edecek.html> (Erişim: 05.05.2017).
- Ertem, C. ve Yılmaz, L.M. (2014). Türkiye Konut Sektörü Gelişmeler- Beklentiler. *Stratejik Düşünce Enstitüsü Raporu*, 4.
- Elektronik Kamu Bilgi Yönetim Sistemi (2013). Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun. 07.11.2013 tarih, 28835 sayılı T.C. Resmi Gazete. <https://kms.kaysis.gov.tr/Home/Goster/26870> (Erişim: 28.03.2017).
- Gayrimenkulde Sertifika (2017). <http://gayrimenkuldesertifika.com/> (Erişim: 03.04.2017).
- Gayrimenkulde Sertifika (2017). Proje Nerede Yapılıyor, Projeye İlişkin Kısa Bilgi Verir Misiniz?. <http://gayrimenkuldesertifika.com/sorular/proje-nerede-yapiliyor> (Erişim:03.04.2017)
- GYODER (2013). Türkiye Gayrimenkul Sektörü Temel Göstergeleri 2013. http://www.gyoder.org.tr/img/mc-content/20140620160700_2835temel_gostergeler_2013_1.pdf (Erişim: 20.06.2017).
- İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği (2014). Kentsel Dönüşüm ve Finansmanı. *Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri ve Derneği Raporu*, İMSAD-R/2014-12/377, 29.
- İstanbul Üniversitesi (2017). İslam İktisadi ve Finansı Uygulama ve Araştırma Merkezi, "Gayrimenkul Sertifikaları Çalıştayının Ardından", İslami Finans, Gayrimenkul Sektörü ve Yatırımcı Perspektifinden Gayrimenkul Sertifikaları Çalıştayı, 24 Haziran, Türkiye- İstanbul.
- KAP (2017). T.C. Toplu Konut İdaresi Başkanlığı - İhraççı Bilgi Dokümanı, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/595138> (Erişim: 12.04.2017).
- KAP (2017). T.C. Toplu Konut İdaresi Başkanlığı - Park Mavera III Projesi Gayrimenkul Sertifikalarının Halka Arzına İlişkin Sonuçlar. <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/597207> (Erişim: 21.04.2017).
- Koroğlu, A. (2016). Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Türkiye'de Uygulanabilirliği. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, Cilt 2, Sayı 1, 25-42, 30.
- Makro İnşaat (2017). Kurumsal, Yönetim Kurulu Başkanı'ndan Mesaj. <http://www.makroinsaat.com/kurumsal/tr/baskandan-mesaj> (Erişim:11.04.2017).
- Mevzuatı Geliştirme ve Yayın Genel Müdürlüğü, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu. <http://www.mevzuat.gov.tr/Metin1.aspx?MevzuatKod=1.5.6362&MevzuatIliski=0&sourceXmlSearch=&Tur=1&Tertip=5&No=6362> (Erişim: 04.01.2017).

- Sancak, E. ve Demirci, N. (2012). Ulusal Tasarruflar ve Türkiye’de Sürdürülebilir Büyüme İçin Tasarrufların Önemi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Cilt:8, Yıl:8, Sayı:2, 8:159-198, 160.
- SPK (2017). “Gayrimenkul Sertifikası Paneli Açılış Konuşması”, Gayrimenkul Sertifikası Tanıtım Toplantısı, <http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Dosya/20170328/0> (Erişim: 19.05.2017).
- TOKİ (2017). İhraç Bilgileri. <https://www.toki.gov.tr/ihrac-bilgileri> (Erişim: 03.06.2017).
- TOKİ (2017). İzahname Seti. <https://www.toki.gov.tr/AppResources/UserFiles/files/%c3%b6zet.pdf> (Erişim: 07.05.2017).
- TOKİ (2017). Konut İdaresi Başkanlığı, İhraççı Bilgi Dokümanı. <https://www.toki.gov.tr/AppResources/UserFiles/files/%c4%b0hra%c3%a7%c3%a7%c4%b1%20Bilgi%20D%c3%b6k%c3%bcman%c4%b1.pdf> (Erişim: 16.05.2017).
- TOKİ (2017). Kuruluş ve Tarihçe. <https://www.toki.gov.tr/kurulus-ve-tarihce> (Erişim: 07.04.2017).
- TOKİ (2017). Sermaye Piyasası Aracı Notu. <https://www.toki.gov.tr/AppResources/UserFiles/files/Sermaye%20Piyasas-%20Arac-%20Notu.pdf> (Erişim: 29.05.2017).
- TOKİ (2017). Sıkça Sorulan Sorular. <https://www.toki.gov.tr/sikca-sorulan-sorular-gsTOKI> (Erişim: 23.05.2017).
- TOKİ Haber (2017). Güncel: Gayrimenkul Yatırımında İlk, Gayrimenkulde Sertifika Dönemi. *TOKİ Haber Dergisi*, Sayı:86, 10-12.
- TÜİK (2017). Hanehalkı Tüketim Harcaması, 2016. <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=24576> (Erişim: 29.08.2017).
- TÜİK (2017). Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi Sonuçları, 2016. <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=24638> (Erişim: 24.05.2017).
- Uslu G. ve Uzun B. (2014). Kentsel Dönüşüm Projelerinde Deprem Etkisi. *Harita Teknolojileri Elektronik Dergisi*, Cilt: 6, No: 2, (1-11), 9.
- Ülev, S., Savaşan, F. ve Selçuk, M. (2017). Gayrimenkul Sertifikalarının İslam İktisadı Perspektifinden Değerlendirilmesi. *Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finansı Araştırmaları Dergisi*, Cilt:3, Sayı:2, 127.
- Ünal, O.K., (2005). Sermaye Piyasası Mevzuatında Gayrimenkul Sertifikaları. *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Cilt:9, Sayı 1-2, s.3.
- Yatırım Yapıyorum (2017). Gayrimenkul Sertifikası. <http://www.yatirimyapiyorom.gov.tr/yatirim-araclari/diger/gayrimenkul-sertifikasi.aspx> (Erişim: 16.05.2017).
- Zariç, S. (2012). Türkiye’de Kentsel Planlama ve TOKİ’nin Planlama Yetkilerindeki Genişlemenin Boyutları. *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı:28, 1694-528X, 7-13.